

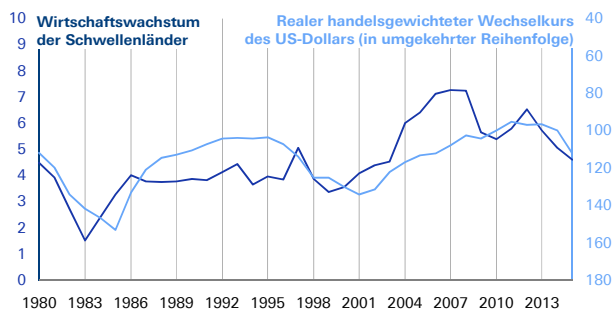
Metzler: Neue Schwellenländerkrise im Anmarsch? Hohe Fremdwährungsschulden von Unternehmen werfen Fragen auf

Schwellenländer im Fokus

Interessanterweise gibt es laut einer Studie von Volkswirten des Internationalen Währungsfonds einen engen Zusammenhang zwischen dem Trend des US-Dollar-Wechselkurses und dem Wirtschaftswachstum der Schwellenländer. US-Dollar-Schwächephasen sind tendenziell mit hohem Wirtschaftswachstum in den Schwellenländern verbunden, während Phasen einer US-Dollar-Stärke eher das Wirtschaftswachstum in den Schwellenländern belasten.

Wirtschaftswachstum in den Schwellenländern ist eng an den US-Dollar-Zyklus gekoppelt

BIP der Schwellenländer in % ggü. Vj. (geglättet) und US-Dollar*



* Realer handelsgewichteter Wechselkurs

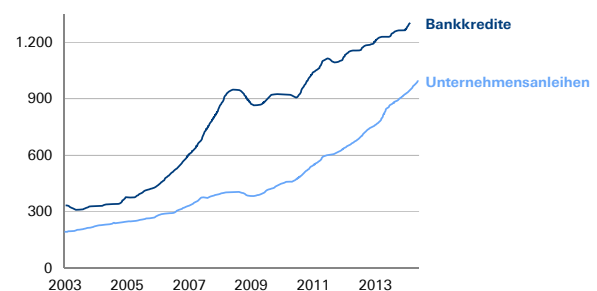
Quellen: Thomson Reuters Datastream, Bloomberg, Stand: 31.12.2014 mit Prognose des IWF für 2015

Eine wichtige Rolle spielt dabei, dass ein starker US-Dollar in der Regel mit fallenden Rohstoffpreisen einhergeht, während Phasen der US-Dollar-Schwäche zu steigenden Rohstoffpreisen führen. Viele Schwellenländer sind Rohstoffexporteure und daher sehr eng mit dem US-Dollar-Zyklus verbunden.

Der Rückgang der Rohstoffpreise sowie das schwache Wachstum in vielen Schwellenländern verursachten einen anhaltenden Abwertungstrend vieler Schwellenländer-Währungen – was äußerst problematisch werden könnte, da viele Unternehmen in den Schwellenländern in den vergangenen Jahren US-Dollar-Schulden in einem erheblichen Umfang aufgenommen haben. Laut den Berechnungen der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) stieg die aggregierte Bankverschuldung der Unternehmen in den Schwellenländern von etwa 900 Mrd. USD im Jahr 2008 auf über 1,2 Bio. USD 2014. Die Emission von Unternehmensan-

leihen in USD stieg sogar von etwa 400 Mrd. USD auf über 1,0 Bio. USD im gleichen Zeitraum. Der Anstieg der Verschuldung ist ein Spiegelbild der erheblichen Kapitalflüsse aus den entwickelten Volkswirtschaften in die Schwellenländer seit 2009. Oft nutzten Unternehmen aus den Schwellenländern zur Aufnahme von Fremdwährungsschulden außerbilanzielle Vehikel in Finanzoasen, sodass laut Aussagen der BIZ die offiziellen Fremdwährungsverschuldungsstatistiken oft eine zu niedrige Verschuldung aufweisen und daher Fehlsignale liefern können.

Merklicher Anstieg der Unternehmensverschuldung in Fremdwährung in den Schwellenländern seit 2009 in Mrd. USD



Quelle: BIS Quarterly Review, Stand: September 2014

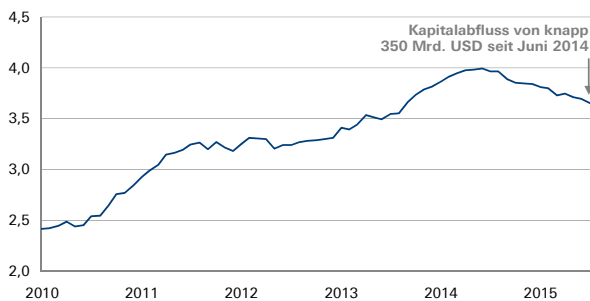
Aufgrund der substanziellen Abwertung der heimischen Währung könnte es für immer mehr Unternehmen der Schwellenländer schwierig werden, ihre Fremdwährungsschulden zu bedienen beziehungsweise neue Schulden aufzunehmen. Das hohe Kreditausfallrisiko sowie der hohe Restrukturierungsbedarf werden noch durch die derzeit niedrigen durchschnittlichen Gewinnmargen der Unternehmen in den Schwellenländern untermauert. Im August betrug die durchschnittliche Gewinnmarge der Unternehmen des MSCI Emerging Markets etwa 6 % gegenüber einem langfristigen Durchschnitt von 8 %. Es drohen somit eine Konkurswelle von Unternehmen aus den Schwellenländern und ein stärkerer Rückgang des Wirtschaftswachstums. Leider ist es nahezu unmöglich, den Effekt von möglichen Unternehmenskonkursen auf das Wirtschaftswachstum in einzelnen Schwellenländern zu quantifizieren. Vor diesem Hintergrund haben wir nur in einem moderaten Umfang die Wachstumsprognosen für die

Schwellenländer revidiert. Auch in der Eurozone erwarten wir nunmehr ein schwächeres Wirtschaftswachstum von 1,3 % in diesem Jahr und von 1,5 % im nächsten Jahr. Ein Restrukturierungsprozess eröffnet jedoch für Anleger mittelfristig auch wieder Chancen, da die überlebenden Unternehmen weniger Konkurrenz haben und damit ihre Gewinnmargen erhöhen können.

Zumindest für China kann eine Wirtschaftskrise weitestgehend ausgeschlossen werden, da China ein extrem hohes Niveau an Devisenreserven besitzt und somit die eigene Währung und die Liquidität im heimischen Bankensystem unter Kontrolle hat. Die Abwertung der chinesischen Währung verstärkte jedoch zuletzt den Abwärtsdruck auf die anderen Schwellenländerwährungen, sodass dort die Krisenwahrscheinlichkeit zugenommen hat.

China: Hohe Devisenreserven sind eine „Selbst“-Versicherung und bewahren China vor einer schweren Wirtschaftskrise

Devisenreserven



Quellen: Thomson Reuters Datastream, Berechnungen Metzler, Stand: 31.7.2015

Der Kapitalabfluss aus den Schwellenländern – allein aus China flossen seit Juni 2014 mehr als 350 Mrd. USD ab – hat jedoch auch zunehmend Effekte auf die Rentenmärkte in den USA und Deutschland. So verkaufen Zentralbanken aus den Schwellenländern derzeit in einem erheblichen Umfang ihre Bestände an US-Staatsanleihen und auch an europäischen Anleihen. Im Ergebnis blieben die Renditen von US-Staatsanleihen und Bundesanleihen trotz der Aktienmarkturbulenzen in den vergangenen Wochen nahezu unverändert und sanken nicht wie in der Vergangenheit.

Europäischer Aufschwung nicht in Gefahr

Der Aufschwung in der Eurozone dürfte trotz des schwächeren Wachstums der Schwellenländer nicht in Gefahr sein, da er auf der Binnennachfrage, des schwachen Euro-Wechselkurses, den niedrigen Rohstoffpreisen, der lockeren Geldpolitik und einer steigenden Kreditvergabe über alle Mitgliedsländer der Europäischen Währungsunion basiert. Darüber hinaus kommen derzeit die größten Wachstumsimpulse vom Dienstleistungssektor, dessen Entwicklung weniger von internationalen Entwicklungen abhängig ist. Ermutigende Wachstumssignale dürften von der Industrieproduktion im Juli in Deutschland (Montag), in Großbritannien (Mittwoch), in Frankreich (Donnerstag) und in Italien (Freitag) kommen.

Aus den USA sind nur die Erzeugerpreise (Freitag) und das Konsumentenvertrauen (Freitag) von Interesse. Die Erzeugerpreise dürften aufgrund der gefallen Rohstoffpreise merklich zurückgegangen sein.

Ein großer Block an Daten wird in China mit den Exporten (Dienstag), der Inflation (Donnerstag) sowie der Kreditvergabe (Donnerstag) veröffentlicht. Insgesamt dürften die Daten eine anhaltende Konjunkturschwäche in China signalisieren.

Zuletzt finden noch drei Zentralbanktreffen in der kommenden Woche statt. Die Bank von England (Donnerstag) müsste eigentlich vor steigenden inländischen Inflationsrisiken warnen und eine Leitzinserhöhung in absehbarer Zeit in Aussicht stellen - vor dem Hintergrund einer Arbeitslosenquote, die auf das Vorkrisenniveau gefallen ist. Wahrscheinlich wird sie jedoch aufgrund der Finanzmarkturbulenzen eine abwartende Haltung einnehmen. Die Bank von Kanada (Mittwoch) dürfte eine weitere Lockerung der Geldpolitik in Aussicht stellen, da sich die kanadische Wirtschaft mit zwei negativen Quartalen in Folge offiziell in einer Rezession befindet. Die neuseeländische Zentralbank (Mittwoch) könnte dagegen den Leitzins von 3,0 % auf 2,75 % senken.

4. September 2015

Eine gute und erfolgreiche Woche wünscht

Edgar Walk
Chefvolkswirt Metzler Asset Management

Metzler Asset Management

Metzler Asset Management GmbH
Untermainanlage 1
60329 Frankfurt am Main
Telefon (0 69) 21 04 - 5 32
Telefax (0 69) 21 04 - 11 79
asset_management@metzler.com
www.metzler-fonds.com

Rechtliche Hinweise

Diese Unterlage der Metzler Asset Management GmbH (nachfolgend zusammen mit den verbundenen Unternehmen im Sinne von §§ 15 ff. AktG „Metzler“ genannt) enthält Informationen, die aus öffentlichen Quellen stammen, die wir für verlässlich halten. Metzler übernimmt jedoch keine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit dieser Informationen. Metzler behält sich unangekündigte Änderungen der in dieser Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen, Vorhersagen, Schätzungen und Prognosen vor und unterliegt keiner Verpflichtung, diese Unterlage zu aktualisieren oder den Empfänger in anderer Weise zu informieren, falls sich eine dieser Aussagen verändert hat oder unrichtig, unvollständig oder irreführend wird.

Ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Metzler darf/dürfen diese Unterlage, davon gefertigte Kopien oder Teile davon nicht verändert, kopiert, vervielfältigt oder verteilt werden. Mit der Entgegennahme dieser Unterlage erklärt sich der Empfänger mit den vorangegangenen Bestimmungen einverstanden.